



Mismatch Cambial e a Imposição de Provisões Especiais para Operações de Crédito em Moeda Estrangeira em Moçambique

Shakill Hassan, Channing Arndt



Discussion papers

No. 24P

Março de 2006

Direcção Nacional de Estudos e
Análise de Políticas

Ministério de Planificação e
Desenvolvimento

República de Moçambique

O objectivo das publicações é estimular a discussão e troca de ideias sobre questões pertinentes para o desenvolvimento económico e social de Moçambique. Existem diferentes opiniões acerca da melhor maneira de fomentar o desenvolvimento económico e social. As publicações têm como objectivo abordar essa diversidade.

É de realçar que as ideias apresentadas nos documentos são de inteira responsabilidade dos respectivos autores e não reflectem necessariamente o posicionamento do Ministério da Planificação e Desenvolvimento ou qualquer instituição do Governo de Moçambique.

O logo foi gentilmente providenciado pelo artista moçambicano Ndlozy.

<p>E School of Economics University of Cape Town Private Bag Rondebosch, 7701 South Africa</p>	<p>Contact: Shakill Hassan Direcção Nacional de Estudos e Análise de Políticas (DNEAP) Ministério de Planificação e Desenvolvimento Av. Ahmed Sekou Touré n° 21, 7° andar Maputo, Moçambique Tel: (+258) 2 1 499442 Fax: (+258) 2 1 492625 Web: www.mpd.gov.mz Email: shassan@mpd.gov.mz</p>
--	---

Para
Sua Excelência, Dr. Aiuba Cuereneia,
Ministro da Planificação e Desenvolvimento

Maputo, Novembro de 2005, (Revisão em Março 2006)

INDEX

Sumário Executivo	2
I. O Problema.....	6
II. Resposta do Banco de Moçambique.....	6
III. Caveat sobre o grau de fragilidade devido ao mismatch.....	7
IV. Efeito da flutuação cambial na composição cambial de obrigações em Moçambique.....	8
V. Consequências esperadas do Aviso 5.....	13
VI. Recomendações para acção imediata	15
VII. Outras recomendações.....	16
VIII. Política monetária e prevenção de crise no evento de forte depreciação no contexto Moçambicano.....	17

Sumário Executivo

Mais de 50 por cento dos empréstimos concedidos pelo sector bancário em Moçambique são, desde 2003, denominados **em moeda externa**. Destes empréstimos, menos de 20 por cento (portanto menos de 10 por cento do crédito total) são concedidos a empresas exportadoras. Das restantes empresas com dívida em moeda externa um número indeterminado gera receitas em metical. Devido a diferença entre as taxas de juro sobre empréstimos em metical e empréstimos em dólar, esta situação não representa motivo de preocupação enquanto a taxa de cambio se mantém estável ou aprecia. Pelo contrário, o alto nível de endividamento em dólar contribui, nestas circunstâncias, para uma redução no custo de capital e portanto promove o crescimento económico.

O **problema** surge na eventualidade de uma acentuada depreciação do metical. A depreciação cambial tem o seguinte efeito em empresas com obrigações em moeda externa, sem recurso ao “hedging”, e dependentes de receitas em metical: aumento no valor em metical dos pagamentos necessários para o serviço de dívida, sem alteração nas receitas – o “mismatch” cambial. Por consequência reduz a rentabilidade e liquidez dos devedores, o que leva ao aumento no crédito vencido, reduzindo a rentabilidade dos bancos. A redução na rentabilidade e activos líquidos dos mutuários reduz a concessão de crédito à economia. Segue a desaceleração da actividade económica e, em casos extremos (como no caso da “crise asiática” de 1997-1998 onde o mismatch cambial teve papel central), falências, crise no sector bancário e grave contracção económica.

Até que ponto as experiências Asiáticas de 1997-1998 se aplicam a Moçambique é um assunto por esclarecer. Sem acesso à distribuição por sector do crédito em moeda externa, o comportamento do metical em 2005 fornece-nos dois indicadores que sugerem uma diferença fundamental. Primeiro, houve uma forte expansão de crédito total (ajustado para inflação) à economia durante 2005, apesar da depreciação cambial perto de 40% entre Janeiro e Outubro. Segundo, e mais relevante, **o rácio de crédito vencido** no sector bancário, que tem diminuído desde 2001, continuou a descer em 2005 **apesar da forte depreciação registada ao longo do ano** (40 por cento de Janeiro a Outubro). Estes factos não são consistentes com o aumento no crédito vencido e contracção no volume de crédito que se prevê como consequência de forte depreciação cambial em balanços caracterizados pelo mismatch cambial. Os factos são consistentes com o seguinte: as receitas em metical do grosso dos devedores com empréstimos em moeda externa (pelo menos nos dois principais bancos – BIM e BCI) variam positivamente com a taxa de câmbio do metical.

Sem o benefício desta informação (como precaução o aviso foi implementado antes de se poder observar as consequências da queda cambial), mas perante a possibilidade teórica de risco de mismatch cambial, uma **medida reguladora** foi introduzida pelo Banco de Moçambique.¹O objectivo: proteger a economia das consequências do mismatch. A

¹ AVISO N° 5/GGBM/2005, e correcção contida no AVISO N° 7/GGBM/2005, ambos acessíveis pela website to Banco de Moçambique.

medida requer um aprovisionamento pelos bancos de 50% do valor de empréstimos em moeda externa concedidos a mutuários não-exportadores. Elimina-se o problema do “mismatch” **tratando o sintoma**: fazendo o custo da concessão de empréstimos em moeda externa proibitivo.

Note-se que o artigo não prevê excepções para casos onde o recipiente do empréstimo, embora não-exportador, tenha adequadamente **protegido a sua exposição cambial** através de contractos financeiros apropriados, ou tenha a capacidade de ajustar suas receitas em função da variação cambial. Note-se também que o regulamento é igualmente aplicável a qualquer banco, irrespectivamente da **qualidade da sua gestão de risco**.

Com base nos incentivos dos participantes no mercado de crédito Moçambicano, na composição cambial dos depósitos no sector bancário Moçambicano, e na evidência empírica que os dados disponíveis permitem, **este documento demonstra** que a evolução no endividamento em moeda externa nos últimos anos (período 2000 a 2005) reflecte a diferença entre a taxa de juro sobre o crédito em metical e o crédito em moeda externa, e a evolução cambial. Se um mutuário antecipa que a taxa de câmbio se manterá estável (ou apreciará) durante o termo do empréstimo, a taxa de juro mais baixa sobre o dólar traduz-se num custo (mesmo depois de convertido em metical) mais baixo de financiamento. E o contrário se a depreciação cambial esperada excede a diferença entre as taxas de juro. Por exemplo, se a taxa de juro sobre crédito em metical é de 25 por cento e sobre crédito em dólar 10 por cento, e o metical deprecia em mais de 15 por cento em relação ao dólar, a vantagem da taxa de juro mais baixa sobre o dólar é eliminada pela variação cambial. Quando os custos de serviço de dívida são convertidos para metical, o empréstimo em dólar se torna mais caro – apesar da taxa de juro mais baixa.

A evidência sugere que as expectativas em Moçambique são fortemente afectadas pelo passado recente. A estabilidade cambial verificada particularmente entre 2003 e 2004 fez com que o **custo de financiamento** em dólar se tornasse bastante inferior ao custo de financiamento em metical. A evolução do endividamento em dólar reflecte este simples facto.

Durante o período entre 2000 e o fim de 2004 (antes da introdução de um regime cambial mais liberal), **política monetária e cambial contribuiu** para um aumento do crédito em moeda externa (como proporção do crédito em metical), mas simultaneamente **protegeu** o sistema das consequências adversas do mismatch. **Contribuiu** por ter permitido² volatilidade nas taxas de inflação e juro real, que reduzem o incentivo para a concessão de empréstimos em metical (ou para a redução nas taxas de juro), enquanto que a manutenção de estabilidade cambial (2002-2004) aumentou a atracção das taxas de juro mais baixas sobre o crédito em moeda externa. Por turno, a estabilidade cambial (e apreciação durante 2004) **protegeu** o sistema dos efeitos adversos que uma depreciação acentuada poderia teria em balanços caracterizados pelo mismatch cambial -

² Em alguns casos por motivos fora do controle das autoridades, como no caso das cheias em 2000.

nomeadamente um aumento no crédito vencido e falências. O corolário é que a instabilidade cambial observada durante 2005 teria reduzido a procura de crédito em dólar **mesmo que o aviso 5 não tivesse sido implementado.**

Durante 2005 verificou-se uma **redução nas taxas de juro** sobre crédito em metical no sector bancário, para uma média de 20 por cento (prazo de um ano – fonte: Balanço do PES, 2005). Aliado à subida de inflação para 14 por cento, este desenvolvimento representa uma taxa real média de aproximadamente 6 por cento. Esta redução notável no custo de crédito nacional provocou uma subida na procura de crédito. Em adição, a nova instabilidade cambial gerou um incentivo para substituição de crédito em moeda externa por metical. (Uma substituição acelerada pelo aviso 5.) A subida na procura de crédito foi largamente acomodada por um sector bancário que tem verificado rápidas reduções no crédito vencido, e que tem no passado recente canalizado grande parte dos depósitos em metical para obrigações do tesouro. É portanto **incorrecto** inferir que o aumento no volume de crédito em metical durante 2005 reflecte **exclusivamente** a introdução do aviso 5. O último obviamente contribuiu para a redução verificada no crédito em dólar, mas não contribui para um aumento no crédito total.

Para avaliar as **consequências** do aviso é necessário isolar o efeito da redução no custo de crédito em metical (que não se deve ao aviso). Na ausência desta redução, a redução no crédito em moeda externa devido ao aviso será acompanhada por uma transferência de risco para o sector bancário, ou/e uma redução na disponibilidade *total* de crédito.

A percentagem de depósitos em moeda externa no sector bancário excede 40 por cento (e instabilidade cambial contribuirá para aumentar esta percentagem). Se um banco comercial com quase metade das suas obrigações (depósitos de clientes) em dólar usa estes depósitos para conceder empréstimos (ou comprar títulos) em metical, o mismatch cambial que se aplicava aos balanços dos devedores passam para o balanço do banco. O **risco** devido ao mismatch seria meramente **transferido para o sector bancário.**³

Para evitar esta absorção de risco os bancos terão de aplicar os depósitos que, na ausência do regulamento eram concedidos como empréstimos em moeda externa dentro de Moçambique, em títulos e depósitos no estrangeiro. Se todo depósito em metical fosse transformado em empréstimos em metical, este aumento de títulos e depósitos no estrangeiro representaria uma imediata e grave **redução no volume total de crédito.** Mas uma grande parte dos depósitos em metical não é transformada em empréstimos. (São investidos em títulos do tesouro e outras aplicações.)

Existe portanto algum espaço para os bancos aumentarem o volume de crédito em metical sem aumentar a sua exposição cambial. Este espaço é limitado. Eventualmente, a consequência do aviso será a seguinte: redução no volume total de fundos disponíveis para a concessão de crédito à economia nacional; ou aumento de risco de mismatch cambial no sector bancário; ou um pouco de ambos.

³ Recorde-se que o principal propósito da regulação financeira é a protecção dos depositantes. Esta transferência de risco violaria este propósito.

Recomendações

Recomendações específicas para acção imediata

Para mitigar o impacto adverso no sector real sem impedir a redução de risco que o Banco de Moçambique correctamente tem como objectivo, recomenda-se

- i) Eliminação do aprovisionamento prudencial em casos onde o mutuário tenha coberto a sua exposição cambial explicitamente através de instrumentos financeiros apropriados
- ii) Redução significativa (ou eliminação) do aprovisionamento em casos onde o mutuário tenha efectivamente coberto a sua exposição cambial através de receitas sensíveis à variação cambial
- iii) Sujeitar à análise os critérios usados pelo Banco de Moçambique para determinação do aprovisionamento indiscriminado de 50%

Outras recomendações

- iv) Reforçar a capacidade técnica do Banco de Moçambique para análise e gestão de risco
- v) Desenvolver medidas de médio a longo prazo para resolução dos factores na raiz do problema: factores que incentivam poupança em moeda externa (inflação e instabilidade cambial); factores que mantêm taxas de juro altas (associados à imprevisibilidade macro-economica e política – ver memorando adicional.)
- vi) Requerer que todas intervenções no funcionamento da economia (fora das intervenções monetárias aliadas ao controle da inflação), como o aviso 5, sejam cuidadosamente analisadas e devidamente articuladas antes de implementação.

I. O Problema

Mais de cinquenta por cento dos empréstimos concedidos pelo sector bancário em Moçambique são, desde 2003, denominados em moeda externa (ME) – dólar americano em particular.

Tabela: Crédito e depósitos em ME como percentagem do total no sector bancário
2000-2005

%/ total	Dez-00	Dez-01	Dez-02	Dez-03	Dez-04	Ago-05
Crédito	38.3	38.6	45.9	55.7	58.4	56.8
Depósitos	49.2	52.3	50.6	46.8	39.6	43.5

Fonte: Banco de Moçambique

De acordo com o Governador do Banco de Moçambique, menos de vinte por cento destes empréstimos são concedidos a empresas exportadoras. Das restantes empresas com dívida em moeda externa um número indeterminado gera receitas em metical. Devido a elevada diferença entre as taxas de juro sobre empréstimos em metical e empréstimos em dólar aplicadas pelo sector bancário em Moçambique, esta situação não representa motivo de preocupação enquanto a taxa de cambio metical/dólar se mantém estável ou com tendência para apreciação do metical. Pelo contrário, o alto nível de endividamento em dólar contribui, nestas circunstâncias, para uma redução no custo de capital e portanto promove o crescimento económico.

O problema surge na eventualidade de uma acentuada e rápida depreciação na moeda nacional (MN). Tal evento tem o seguinte efeito nas empresas geradoras de receitas em moeda nacional mas com dívida em moeda externa e sem recurso a “hedging” (resguardo): aumento no valor em metical dos pagamentos necessários para o serviço de dívida, sem que haja alteração imediata (compensatória) nas receitas necessárias para o mesmo serviço – “**currency mismatch** in corporate balance sheets”. Em consequência aumenta o volume de crédito vencido, reduz-se a rentabilidade da actividade bancária, e reduz a extensão de crédito a economia. Esta cadeia de eventos conduz necessariamente a desaceleração da actividade económica e, em casos extremos (como no caso da “crise asiática” de 1997, onde a desvalorização foi aliada a uma brusca saída de capitais) falências, crise no sector bancário e contracção económica.

II. Resposta do Banco de Moçambique

Perante este risco, claramente identificado pelo banco central, uma medida reguladora foi introduzida. O regulamento introduzido pelo Banco de Moçambique em Maio de 2005⁴ tem como principal objectivo proteger a economia Moçambicana das consequências negativas do endividamento em moeda externa por parte dos agentes económicos Moçambicanos. A medida requer um aprovisionamento pela parte dos bancos comerciais

⁴ AVISO N° 5/GGBM/2005, e correcção contida no AVISO N° 7/GGBM/2005, ambos acessíveis pela website to Banco de Moçambique.

de cinquenta por cento do valor do empréstimo, a ser aplicado sobre empréstimos em moeda externa concedidos a empresas não-exportadora. Assim, prevê-se uma redução do “mismatch” através da desincentivação da concessão de (ou um proibitivo aumento no custo dos) empréstimos em moeda externa.

Note-se que o artigo não prevê excepções para casos onde o recipiente do empréstimo, embora não-exportador, tenha adequadamente protegido a sua exposição cambial através de contractos financeiros que sirvam para assegurar a taxa de câmbio (“hedging”), ou tenha a capacidade de ajustar suas receitas em função da variação cambial.⁵

III. Caveat sobre o grau de fragilidade devido ao “mismatch”

De acordo com o Fundo Monetário Internacional,⁶ a maioria dos bancos em Moçambique canalizam os empréstimos em dólar para mutuários com receitas em moeda externa, sugerindo que uma parte substancial das empresas não-exportadoras com empréstimos em moeda externa gera receitas em moeda externa (ou sensíveis a variação cambial). A implicação é que a excepção estendida a exportadores é excessivamente restrita e poderia ser expandida sem se desviar do objectivo do regulamento.

Se o que é sugerido no relatório do FMI for verificado, a percepção de vulnerabilidade causada pelo mismatch cambial em Moçambique, com base no grau de endividamento em moeda externa, é exagerado. Dados que permitam uma partição dos devedores em moeda externa ainda não nos foram disponibilizados, pelo que se torna difícil verificar esta sugestão. Mas o comportamento recente do metical fornece-nos dois indicadores indirectos. Primeiro, houve uma expansão de crédito total (ajustado para inflação) à economia de Fevereiro a Junho 2005, e depois moderadamente em Agosto de 2005, apesar da depreciação cambial bastante acentuada entre Março e Maio.

Segundo, e mais importante, o rácio de crédito vencido no sector bancário, que tem diminuído desde 2001, continuou a descer em 2005 *apesar da forte depreciação registada ao longo do ano* – aproximadamente 40 por cento entre Janeiro e Outubro de 2005. (O Banco de Moçambique não respondeu a nossas solicitações por dados sobre a evolução do crédito vencido. Baseamo-nos em pronunciamentos públicos pelo Governador Maleiane e o Administrador Abreu.)⁷ Note-se que o Aviso 5 não se aplica ao stock de crédito avançado antes de Maio de 2005, pelo que uma grande parte do stock de crédito continua a representar dívida em moeda externa concedida a não-exportadores. (Em Agosto de 2005, mais de metade do crédito a economia consiste ainda em crédito em moeda externa.)

⁵ O Grupo BIM, por exemplo, tem reforçado a sua oferta de produtos derivados para cobertura de risco cambial. Ver Relatório e Contas, Grupo BIM, 2004, página 31.

⁶ IMF Country Report 04/52: Financial System Stability Assessment, March 2004.

⁷ Ver documento “Intervenção de S. Excia o Governador do Banco de Moçambique no encontro com os Dealers e Tesoureiros do Mercado Interbancário”, 8 de **Julho** 2005, disponível na website do Banco de Moçambique, e comentários de António Abreu a imprensa, como citado por Daniel Cuambe em “Situação Económica em Moçambique”, Jornal Notícias, sexta-feira, 11 de **Novembro** 2005.

Portanto, estes factos não são consistentes com o aumento no crédito vencido e redução no volume de crédito que se prevê como consequência de forte depreciação cambial na presença de mismatch cambial nos balanços dos devedores. Segue uma breve análise da relação entre a flutuação cambial e a evolução na denominação cambial dos depósitos e empréstimos em Moçambique, com o qual o Aviso 5 interfere de forma reguladora.

IV. Efeito da flutuação cambial na composição cambial de obrigações em Moçambique

Considere os incentivos dos participantes no mercado de crédito.

Incentivos dos depositantes

Este grupo preocupa-se com a preservação e maximização de valor das poupanças. O facto de se receber uma taxa de juro (real) sobre depósitos em metical superior à taxa de juro (real) para depósitos em dólar não é suficiente para atrair poupança em metical. Se o depositante espera que a depreciação do metical exceda a diferença nas taxas de juro, protege melhor o valor dos seus fundos através do depósito em moeda externa. Quanto mais alta e instável for a taxa de inflação em Moçambique, e quanto mais volátil a taxa de cambio, menor o incentivo para poupar em moeda nacional.

Incentivos dos bancos

Devido a uma combinação de factores institucionais e ao período de volatilidade macroeconómica da década de 90, desenvolveu-se uma preferência para depósitos (e poupança em geral) em moeda externa. Depósitos em moeda externa criam obrigações em moeda externa no passivo do sector bancário que têm de ser equilibrados (para limitar exposição ao risco cambial) através de empréstimos em moeda externa ou investimentos no estrangeiro, incluindo depósitos.

Em adição, Moçambique esta constantemente sujeito a choques exógenos que afectam (entre outros) a taxa de inflação que continuam bastante variável; e apesar de notáveis melhoramentos na conduta de política monetária e alcance de estabilidade macroeconómica, as autoridades não beneficiam ainda de completa credibilidade monetária, no seguinte sentido específico: os agentes económicos continuam a associar uma probabilidade não-trivial, embora pequena, à eventualidade de as autoridades permitirem ou simplesmente não poderem impedir alterações macroeconómicas que afectem o valor real de obrigações em metical.

Esta conjuntura induz uma preferência pela parte dos bancos para empréstimos em moeda externa (ignorando outros determinantes). A concessão de empréstimos corresponde a compra de títulos emitidos pelos mutuários. Para terem o incentivo para fazer empréstimos em metical (comprar títulos emitidos em metical), os bancos requerem um prémio de risco, criando uma diferença entre as taxas de juro sobre o crédito em metical e as taxas de juro sobre o crédito em moeda externa, para além de diferenças entre as taxas de inflação.

Incentivos dos mutuários

Para uma empresa Moçambicana com receitas em metical, empréstimos em dólar criam o risco de a desvalorização do metical em relação ao dólar reduzir a sua capacidade de cobrir o custo da dívida. Dívida em metical confere protecção contra este evento. Mas quando o prémio sobre as taxas em metical se torna suficientemente alto que se põe em causa a rentabilidade do devedor, o custo desta protecção (efectivamente um seguro contra o risco de depreciação cambial) implícito na taxa de juro sobre crédito em metical torna-se “excessivamente” alto.

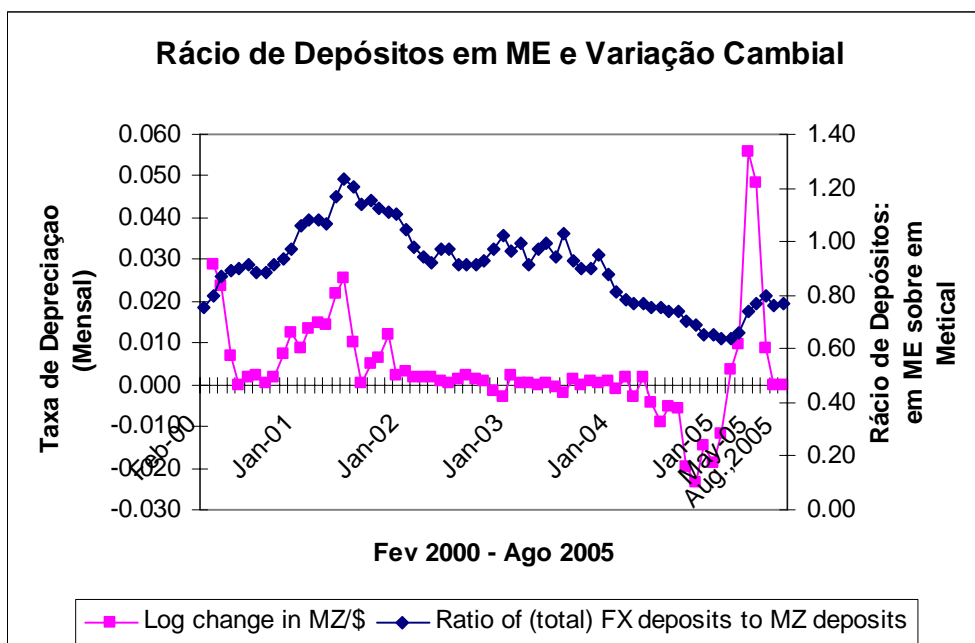
Entre aceitar o risco de depreciação mas pagar uma taxa de juro relativamente baixa, ou pagar uma taxa de juro elevada para estar protegido do efeito da depreciação, a preferência do mutuário é determinada pela taxa de desvalorização que antecipa para o termo do empréstimo. Se esta é inferior à diferença entre as taxas de juro, o custo antecipado do crédito em moeda externa é inferior, e este será preferido. Portanto, não é necessário que os agentes estejam a olhar apenas para o facto de a taxa de juro em metical ser mais baixa, e a ignorar a depreciação, para se justificar o endividamento em dólar. Basta que a diferença entre as taxas de juro exceda suficientemente a antecipada taxa de depreciação cambial.

Os dados disponíveis indicam que este foi em grande parte o caso. Entre 2002 e 2004, o metical manteve-se relativamente estável ou valorizou (durante 2004), no entanto as taxas de juro em metical se mantiveram substancialmente superiores as taxas em moeda externa.

Os gráficos que seguem, demonstrando a evolução dos depósitos e do endividamento em divisa durante os últimos cinco anos, revelam consistência entre os factos e os argumentos acima.

Factos

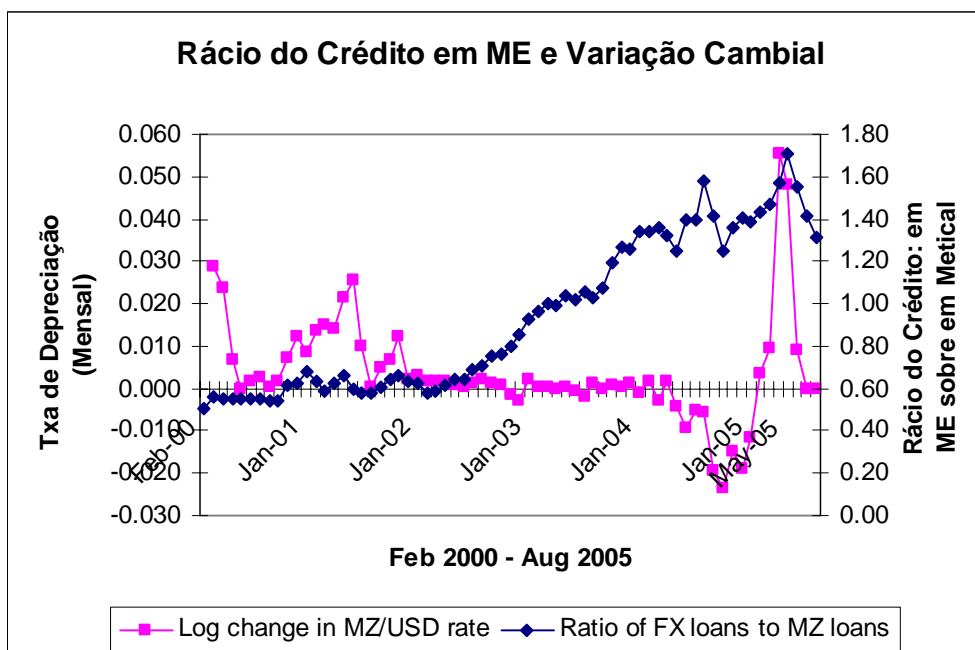
Facto 1: O rácio de depósitos em moeda externa sobre depósitos em metical tem tendência a subir quando o metical deprecia, e a descer quando o metical aprecia.



Entre Fevereiro 2000 (começo da análise) e Junho de 2001, o rácio de depósitos em moeda externa sobre os depósitos em metical aumentou de 0.76 para 1.23. Este aumento coincidiu com uma significativa depreciação. O mesmo rácio subsequentemente reduz e varia moderadamente em torno da mesma média enquanto a moeda se mantém estável, e começa a reduzir quando o metical aprecia. Verifica-se o contrário depois da desvalorização em Março-Abril de 2005.⁸

Facto 2: Dada uma determinada diferença entre as taxas de juro sobre empréstimos em metical e em moeda externa, o rácio de empréstimos em moeda externa sobre empréstimos em metical tem tendência para diminuir (ou manter-se estável) quando o metical deprecia, e a subir quando o metical se matem estável ou aprecia.

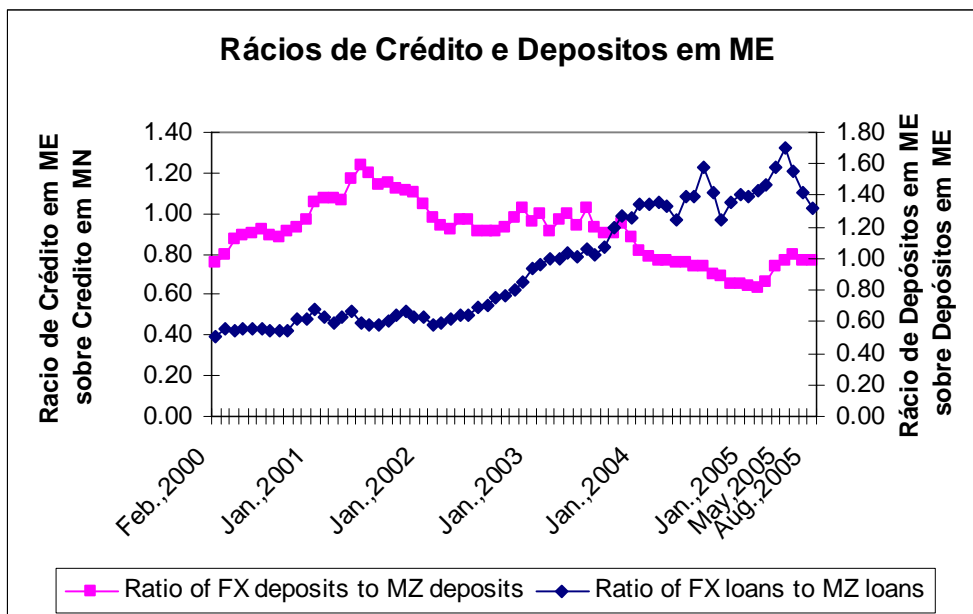
⁸ Esta relação é afectada (sobretudo quando a variação cambial é extrema) mas não determinada, pelo simples facto de a taxa de câmbio afectar o numerador no rácio, na mesma direcção que afecta a taxa de depreciação. (Ver o próximo gráfico.) Observe que o rácio é menos volátil que a taxa de depreciação no período onde a ultima se mantém estável.



O rácio de empréstimos em moeda externa sobre empréstimos em metical manteve-se estável entre Fevereiro 2000 e meados de 2002, um período caracterizado por acentuada variação cambial e significativa depreciação. (Repare que este foi também um período de elevadas taxas de juro reais sobre crédito em metical, o que pode ter impedido uma redução neste rácio.) O metical subsequentemente estabiliza em relação ao dólar, e o rácio entra em nítida ascensão, atingindo níveis particularmente altos quando o metical aprecia, ao longo de 2004. Esta ascensão reverte-se em Maio de 2005, depois de acentuadas desvalorizações em Março-Abril, e coincidindo com a entrada em vigor do Aviso 5.

Inferre-se então que a estabilidade cambial, aliada ao elevado diferencial entre as taxas de juro sobre o crédito em metical e dólar, provocou um aumento no endividamento em moeda externa. **Note** que a alternativa teria sido um custo de capital mais alto; e que este aumento no endividamento em divisa em parte reflecte um aumento de confiança na capacidade (e interesse) do Banco de Moçambique em intervir para manter a moeda estável.

O contraste entre os incentivos de depositantes e devedores é bastante aparente quando se compara a evolução do rácio de depósitos em moeda externa como a evolução do rácio do crédito em moeda externa.



Facto 3: é necessário também considerar a evolução da diferença entre as taxas de juro para empréstimos em metical e para empréstimos em dólar, aplicado pela banca – para o qual a nossa solicitação pelos dados do banco central não foi respondida

Implicação

Durante o período entre 2000 e o fim de 2004 (antes da introdução de um regime cambial mais liberal), *política monetária (e cambial) contribuiu para um aumento do crédito em moeda externa mas simultaneamente protegeu o sistema das consequências adversas do mismatch*. **Contribuiu** por ter permitido (em alguns casos por motivos fora do controle das autoridades, como no caso das cheias em 2000) volatilidade nas taxas de inflação e juro real, que reduzem o incentivo para a concessão de empréstimos em metical (ou para a redução nas taxas de juro dos mesmos), enquanto que a manutenção de estabilidade cambial (2002-2004) aumentou a atracção das taxas de juro mais baixas sobre o crédito em moeda externa. Por turno, a estabilidade cambial (e apreciação durante 2004) **protegeu** o sistema dos efeitos adversos que uma acentuada depreciação teria em balanços caracterizados pelo mismatch cambial, nomeadamente um aumento no crédito vencido e falências.

Corolário

Pela mesma lógica, o aumento de volatilidade associado a mudança de regime (com a introdução de leilões) *reduz* a atracção do crédito em moeda externa. Este regime, se aliado a uma taxa de inflação baixa e estável, e redução e estabilidade da taxa de juro real, conduziria à redução no mismatch sem necessidade de imposição de restrições no sistema.

Seguem as seguintes previsões do impacto do Aviso 5.

V. Consequências esperadas do Aviso 5⁹

A. Endividamento em moeda externa

O endividamento em moeda externa por empresas Moçambicanas não-exportadoras vai naturalmente diminuir como consequência directa do Aviso 5. Nos casos em que o devedor não resguarda (“hedge”) as suas obrigações em ME, esta consequência é desejável. Mas a análise precedente indica que: 1) até certo ponto alguma redução neste endividamento iria acontecer devido a variação cambial durante 2005 (sem necessidade de intervenção); 2) uma parte significativa dos devedores gera receitas sensíveis à variação cambial; e 3) na medida em que os bancos reajam ao regulamento substituindo crédito em moeda externa por crédito em metical, a redução de exposição no sector empresarial será em parte transferida para o sector financeiro. Esta consequência esta aliada (como alternativa) à forte possibilidade de uma redução na expansão do crédito à economia, como consequência do Aviso 5.

B. Expansão de crédito à economia

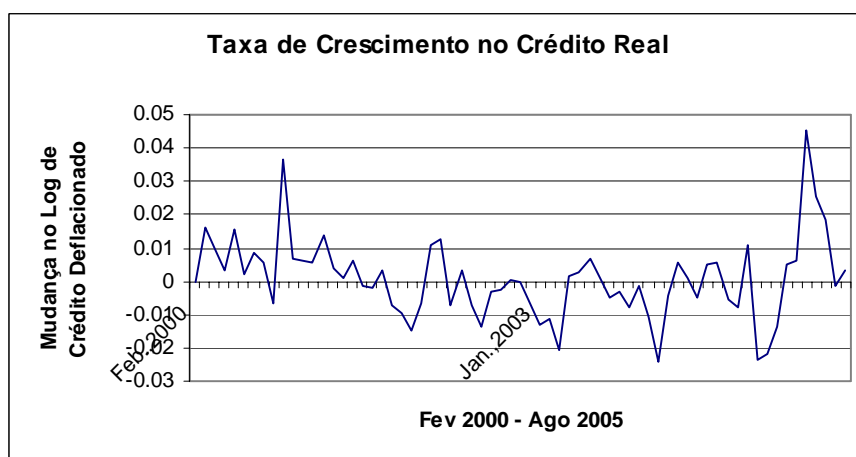
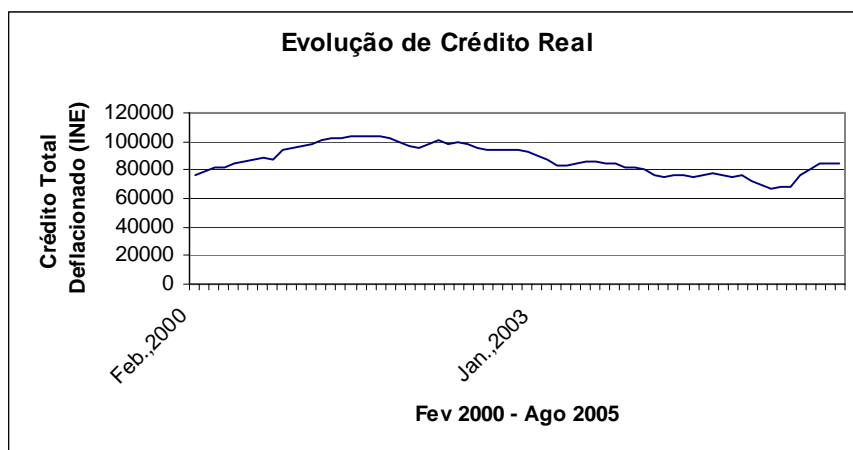
De acordo com um recente relatório do FMI (IMF Country Report 04/52 of March 2004, pagina 20), o alto custo de financiamento, e o acesso ao crédito bancário, são os dois **impedimentos mais severos ao crescimento das empresas nacionais em Moçambique**.¹⁰ Um acesso ainda mais restringido pode ser esperado, devido ao Aviso 5, pelos seguintes motivos.

Efeito na procura: A elevada e volátil taxa de juro real sobre o crédito em metical fará com que algumas empresas que estavam dispostas a contrair empréstimos em dólar (devido a percepção de estabilidade cambial ou possibilidade de “hedging”) antes de Maio de 2005, não o farão em metical, preferindo, quando possível, limitar o investimento aos fundos próprios. A **implicação:** um limite sobre a substituição de crédito em ME por crédito em MN pelos mutuários.

Efeito na oferta: Bancos domésticos têm um volume significativo de obrigações em moeda externa – depósitos, em particular, sobre os quais prevemos um aumento durante 2005, devido a instabilidade cambial e expectativas de depreciação. Para balançar a consequente exposição, os bancos têm de ceder empréstimos em moeda externa, ou adquirir outros instrumentos com rendimento em moeda externa. A **implicação:** um limite sobre a substituição de crédito em ME por crédito em MN no sector bancário.

⁹ A análise que segue ignora a possibilidade de exploração de “loopholes” nos regulamentos.

¹⁰ Comparações baseadas no PIB de Moçambique são suspeitas devido a diferenças em método estatístico. Mas a comparação no mesmo documento do FMI nota que o rácio de crédito sobre PIB em Moçambique, igual a 14%, esta perto de metade da média para África Subsaariana (26%).



Os gráficos precedentes mostram a evolução na massa total de crédito, ajustado pelo índice de preços. Em termos reais, entre 2002 e o fim de 2004, o volume de crédito raramente aumentou, e a tendência tem sido marcadamente negativa. Regista-se alguma alteração nesta tendência a partir de Fevereiro de 2005 (em parte, mas não exclusivamente, manifestando simplesmente o efeito da depreciação no valor em metical do crédito em dólar), mas em Julho de 2005 a expansão no volume nominal é praticamente zero. É demasiado cedo para atribuir esta observação ao Aviso 5. Mas a evidencia inicial é já consistente com as previsões nesta nota.

C. Transferência de risco

O limite na substituição de crédito em ME por crédito em MN aludido em cima não significa que não haverá nenhuma transformação de depósitos denominados em moeda externa para crédito denominado em metical. É bastante provável que haverá alguma. Mas quanto maior for esta transformação, maior será a **transferência do mismatch pela parte dos devedores para mismatch nos bancos**. Para clarificar, considere os dois extremos.

Imagine que a reacção da banca consista na transformação de todo o empréstimo concedido em ME por empréstimos em metical. Neste caso extremo (tão improvável como indesejável - sob o ponto de vista de gestão de risco), não haverá contracção no volume de crédito total. No entanto, assumindo concessão de crédito inalterada a exportadores, cerca de 90 por cento do crédito concedido pelo sector bancário nacional seria em metical, enquanto que mais de 40 por cento dos depósitos seriam em moeda externa.¹¹ No entanto, o rácio de depósitos para crédito é aproximadamente 1.5. Isto contribuiria para uma grave situação de mismatch cambial, entre depósitos e empréstimos, no sector bancário. Uma forte depreciação não haveria de afectar a capacidade de pagamento dos devedores. Mas o mesmo evento haveria de reduzir o valor em moeda externa das receitas dos bancos, sem uma igual redução no valor em moeda externa das suas obrigações. (Equivalentemente, depreciação aumentaria o valor em metical das obrigações do banco, sem um aumento correspondente no valor do activo.) Neste cenário, o risco de mismatch será simplesmente transferido para o sector bancário, mas não reduzido.

No outro extremo os bancos limitam-se ao valor dos depósitos em metical que não são usados para a aquisição de instrumentos do tesouro nacional, para a concessão de crédito em metical. Neste caso não há transformação de depósitos em moeda externa para empréstimos em metical, e portanto os bancos não se sujeitam ao risco no parágrafo anterior. Mas o volume de crédito a economia haveria de contrair em perto de 50%, o que quase certamente conduziria a uma situação de crise no sector privado nacional.

Nenhum destes cenários extremos é provável. O provável é uma combinação de redução no volume de crédito total (que por si pode causar um aumento no crédito vencido devido a menor actividade), com alguma transferência do risco de mismatch para os bancos. É difícil prever qual dos efeitos será dominante. O resultado na redução de risco no sistema será então ambíguo.

Implicação: O Aviso 5 só terá um efeito *não-ambíguo* em reduzir a vulnerabilidade do sector financeiro se os bancos *não* responderem através de uma substancial substituição de crédito em ME por crédito em metical. Mas se este for o caso, o volume de crédito total terá de reduzir. Portanto, **a não ser que haja uma rápida redução no custo de financiamento em metical, o regulamento será eficaz na redução de risco no sistema apenas em circunstâncias onde desencoraja o crescimento económico.**

VI. Recomendações para acção imediata

Recomendação: alargar a isenção existente para abranger devedores que, embora não exportadores: 1) tenham resguardado (“hedge”) a sua exposição cambial; ou 2) geram receitas que variam positivamente com depreciação cambial. Caberá aos respectivos bancos verificar e monitorar a exposição cambial das empresas nas suas carteiras de crédito.

¹¹ Menos de 20% do crédito em moeda externa é concedido a exportadores, e o crédito em moeda externa representa mais de 50% do total. Em Agosto de 2005, depósitos em moeda externa representam cerca de 43% do total.

Motivação para extensão da isenção a mutuários com acesso ao “hedging” cambial

O risco devido ao mismatch não é uma consequência do endividamento em moeda externa em si, mas mais especificamente do endividamento em moeda externa **sem recurso a “hedging”**. A exposição cambial devida ao mismatch pode ser coberta através do uso de instrumentos derivativos. A oferta destes produtos pelo sector bancário nacional é recente e naturalmente ainda bastante limitada, mas em expansão.¹² Considere por exemplo um contrato que permita ao devedor o direito de comprar o dólar no futuro a uma taxa predeterminada. O valor deste contrato depende da probabilidade de depreciação, e da volatilidade cambial. Assim, ao aliar a obtenção de crédito em moeda externa à obtenção deste derivativo, assegura-se que o devedor considere, a preço de mercado e não por imposição reguladora, o risco cambial, quando escolhe a denominação das suas obrigações.¹³

Motivação para extensão da isenção ou redução no aprovisionamento aplicável a mutuários com rendimento sensível à variação cambial

Sobre a existente excepção no Aviso 5 para exportadores:

(a) Empresas dedicadas parcialmente a exportação podem também vender parte da sua produção no mercado doméstico, o que representa a possibilidade de mismatch nos balanços de alguns exportadores. O Aviso permite crédito em moeda externa para tais exportadores.

(b) Várias empresas não dedicadas a exportação têm fluxos de rendimento que reflectem rapidamente a variação cambial. Estas empresas podem estar menos expostas ao risco de mismatch que alguns exportadores com substanciais vendas domésticas. No entanto o Aviso 5 requer o mesmo aprovisionamento de 50% para estas empresas.

Nestas circunstâncias o regulamento não seria menos efectivo no seu papel prudencial, se houvesse uma redução substancial no (ou anulação do) aprovisionamento aplicável a empréstimos em moeda externa para empresas no segundo grupo (b).¹⁴ Este relaxamento haveria de reduzir a redução no crédito total como consequência do regulamento.

VII. Outras recomendações

¹² Ver por exemplo Relatório e Contas de 2004, Grupo BIM, página 31. Esta expansão seria estimulada se a concessão de crédito em moeda externa passa a requerer o hedging. Os bancos teriam um incentivo para investir mais recursos em adquirir o conhecimento técnico para conceber e avaliar estes produtos, e os mutuários teriam um forte incentivo para “hedging”.

¹³ Este tipo de recomendação é normalmente evitada no contexto de países em desenvolvimento, por se considerar que tais países não possuem a necessária capacidade técnica. Como a análise neste relatório indica, os custos de medidas mais simples pode ser bastante elevado. Mais elevado, talvez, que o custo de acelerar a criação da necessária capacidade técnica.

¹⁴ Guarantees from well-capitalised foreign institutions (effectively providing credit insurance) may play an effective role in protecting banks from default. Such guarantees may be obtainable for cases where the lender is satisfied with the ability of the borrower to translate depreciation into MZ earnings.

A. É necessário obter uma apreciação clara dos motivos para o elevado **custo de crédito em metical**, e coordenar esforços do Banco de Moçambique e Ministério das Finanças no sentido de criar um ambiente favorável para o reduzir sem reverter a medidas de repressão financeira. Tipicamente, as elevadas taxas de juro aplicadas pelo sector bancário Moçambicano são atribuídas ao alto nível de crédito vencido e a alta e variável taxa de inflação, que por sua vez afecta as taxas de juro aplicadas pelo banco central. O crédito vencido tem reduzido desde de 2001 e, nos dois principais bancos (BIM e BCI) que juntos representam cerca de três quartos da intermediação financeira em Moçambique, o rácio do crédito vencido sobre o crédito total reduziu em 2004 para 9 (de 18 em 2003, no BIM) e 3.6 (de 6.5 em 2003, no BCI) por cento. E o custo de crédito em metical parece ter reduzido em 2005.

Em parte, variação na taxa de inflação contribui naturalmente para a manutenção de taxas de juro altas em metical. Mas isto sugere a introdução ou maior utilização de taxas indexadas ao índice de preços, que não sejam tão altas quando a inflação é baixa.

Outros factores que contribuem para uma elevada diferença entre as taxas de juro em metical e dólar incluem: volume de negócios baixo (banca comercial é um negócio de escala); volatilidade cambial; volatilidade na taxa de inflação (para empréstimos com taxas fixas); elevado volume de depósitos em moeda externa; sector bancário extremamente concentrado; retorno atractivo oferecido pelos bilhetes de tesouro; e história recente de “non-performing loans”.

A sistemática recusa do Banco de Moçambique em fornecer ao DNEAP dados sobre as taxas de juro médias aplicadas pelo sector bancário impede uma tentativa de aprofundamento sobre esta questão, e sugere uma preocupante falta de colaboração entre diferentes órgãos do aparelho de estado.

B. Exactamente como o Banco de Moçambique determinou a **magnitude do aprovisionamento** que o Aviso 5 requer não foi explicado, o que inevitavelmente cria a impressão de alguma arbitrariedade. Presumivelmente, diferentes bancos terão exposições diferentes ao risco cambial. Existem métodos estatísticos e financeiros para a medição destas exposições, que embora ainda relativamente técnicos são já bastante comuns. Criação de capacidade para o refinamento de gestão de riscos de mercado no sistema financeiro de Moçambique torna-se importante.

VIII. Política monetária e prevenção de crise no evento de forte depreciação no contexto Moçambicano

O problema causado pelo mismatch cambial foi, em casos recentes de crise financeira, agravado pela limitação que o mesmo problema impõe na capacidade das autoridades monetárias de responderem a uma crise iminente. No caso de economias emergentes (mas não necessariamente no caso de LDCs), se a autoridade reduz as taxas de juro para estimular a economia, a moeda tende a desvalorizar o que, embora beneficie exportadores, prejudica não exportadores que tenham contraído dívida em ME e, através destes, o sector bancário. A redução nas taxas de juro pode portanto, ter o efeito oposto e

agravar a crise.¹⁵ No caso de Moçambique, não é provável que a taxa de juro *cause* variação cambial como previsto por relações de paridade internacional.¹⁶ Se esta relação (de juros para o cambio) não se aplica, as autoridades monetárias continuam a ter recurso a política monetária para suavizar as consequências do mismatch cambial no evento de forte depreciação. Neste caso, a resposta adequada seria relaxamento monetário e redução nas taxas de juro, apesar da depreciação.

¹⁵ Este foi um motivo para o remédio das instituições financeiras internacionais perante a crise asiática, onde se subiu as taxas de juro para estancar a saída de capitais e parar desvalorização cambial.

¹⁶ Verificação empírica para trabalho futuro no DNEAP.